

# 星马汽车 (600375.sh)

## 星马汽车：马踏“飞燕”，受益保障房建设

黎韦清 分析师

电话：020-87555888-630

eMail: lwq@gf.com.cn

SAC执业证书编号：S0260209080510

### 盈利预测与估值评级

预计公司2010-2012年EPS为1.65、1.93和2.25元。这一盈利预测是对现在星马汽车的预测。如果将华菱汽车考虑进来，则EPS为1.86、2.32和2.68元（当然，股本也随之扩大到4.05亿股）。我们给予公司2011年15倍的PE，则公司合理价位为34.8元，我们给予公司买入的评级。投资逻辑还在于完成增发后，公司将消除大量的关联交易，充分有效的股权激励将使得公司整个管理层与股东利益高度一致。而增发完成后，由于本次并没有再融资，我们推测公司有可能开启向市场融资以支撑华菱的高速发展，并且降低负债比例。星马汽车将呈现出一个全新的面貌。

### 关键假设

- 1, 保障房建设力度符合预期，固定资产投资不出现较大波动
- 2, 增发进展顺利，不出现较大波动。

### 有别于大众的认识

- 1, 公司将充分享受保障房建设超强力度所带来利好。
- 2, 尽管目前重卡行业2011年的估值在12倍左右，但是我们认为，由于公司成长性和激励机制均好于竞争对手，我们认为其理应享受一定溢价，给予2011年15倍的PE也是合情合理。

### 风险提示

增发进展不顺利、固定资产投资出现重大波动

### 预测及评估

|             | 2008A    | 2009A    | 2010E   | 2011E   | 2012E   |
|-------------|----------|----------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)   | 1,876.57 | 2,650.20 | 4238.90 | 4987.43 | 5795.28 |
| 增长率(%)      | -11.35%  | 41.23%   | 59.95%  | 17.66%  | 16.20%  |
| EBITDA(百万元) | 104.59   | 156.84   | 428.76  | 499.89  | 576.91  |
| 净利润(百万元)    | 22.67    | 82.83    | 309.80  | 360.90  | 421.01  |
| 增长率(%)      | -42.68%  | 265.32%  | 274.03% | 16.50%  | 16.65%  |
| 每股收益(元)     | 0.121    | 0.442    | 1.65    | 1.93    | 2.25    |
| 市盈率         | 32.92    | 33.73    | 14.67   | 12.59   | 10.79   |
| 市净率         | 1.54     | 5.09     | 5.29    | 3.72    | 2.77    |
| EV/EBITDA   | 10.61    | 16.65    | 10.18   | 7.88    | 6.19    |

数据来源：安徽星马汽车股份有限公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

买入

|         |       |
|---------|-------|
| 当前价格(元) | 24.80 |
| 目标价格(元) | 34.80 |
| 前次评级    | 无评级   |

### 股价走势



|       |        |        |         |
|-------|--------|--------|---------|
| 市场表现  | 1个月    | 3个月    | 12个月    |
| 股价涨幅  | -7.12% | 28.23% | 91.65%  |
| 沪深300 | -7.67% | 8.15%  | -12.05% |

### 股票数据

总股本/流通A股(百万股)  
187.48/187.48

主要股东:

马鞍山华神建材工业有限公司

主要股东持股比例 30.73%

### 财务比率

|          |        |
|----------|--------|
| ROE      | 15.06% |
| ROA      | 7.99%  |
| 资产负债率    | 68.36% |
| 每股净资产(元) | 2.93   |

2009年报数据

## 盈利预测与风险提示

我们预计公司2010-2012年EPS为1.65、1.93和2.25元。这一盈利预测是对现在星马汽车的预测。如果将华菱汽车考虑进来，则EPS为1.86、2.32和2.68元（当然，股本也随之扩大到4.05亿股）。我们给予公司2011年15倍的PE，则公司合理价位为34.8元，我们给予公司买入的评级。我们的盈利预测是建立在以下基础上的：

- 1，保障房建设如期推进，因此固定资产投资不会出现较大的波动。
- 2，公司增发进程进展顺利，公司基本面并没有与原投行《草案》重大差异的情况出现。
- 3，公司销售费用和管理费用率情况维持在2010年水平。

公司的风险来自于经济出现较大波动，增发进程受挫。

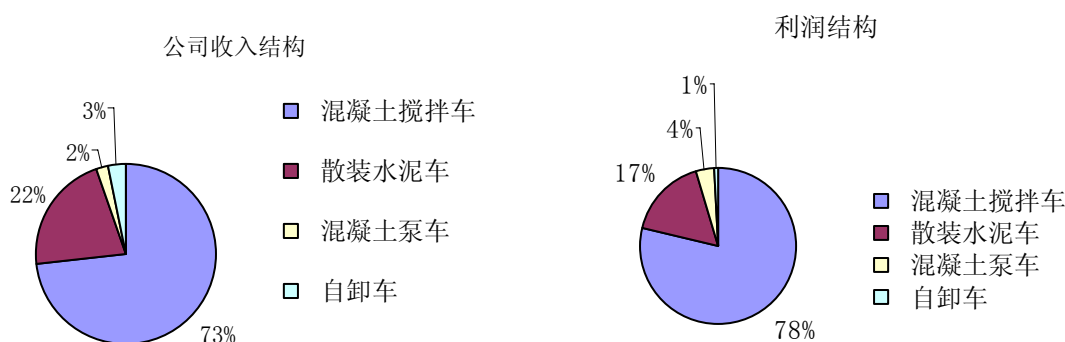
投资逻辑：除了上述情况，同时我们还认为完成增发并入华菱汽车后，公司将消除大量的关联交易，充分有效的股权激励将使得公司整个管理层与股东利益高度一致。而增发完成后，因为本次增发并没有融资，公司有可能开启向市场融资以支撑华菱的快速发展，并且降低负债比例。星马汽车将呈现出一个全新的面貌。

## 专用汽车龙头，受益于保障房建设

### 水泥专用车龙头

公司是我国工程类专用车行业的重点骨干企业，拥有国内先进技术水平专用汽车生产线，具备年产各类专用汽车近5000辆的生产能力，预计2010年各类专用车达到9000-10000台（混凝土搅拌车将占据约70%的比例）。公司主导产品有混凝土搅拌车、散装水泥汽车、混凝土泵车等，共计8大系列100多个品种规格。混凝土搅拌车是公司主要收入来源，因突出的性价比不断替代进口产品，产销占全国第一位，占全国市场占有率约为35%-40%。散装水泥车占全国市场份额第一，连续六年夺得全国产销第一。

图1：公司收入和利润结构



数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

| 表1：星马汽车近3年来主营业务情况 |            |        |            |        |            | 万元    |  |
|-------------------|------------|--------|------------|--------|------------|-------|--|
| 分产品               | 2009 年     |        | 2008 年     |        | 2007 年     |       |  |
|                   | 营业收入       | 毛利率    | 营业收入       | 毛利率    | 营业收入       | 毛利率   |  |
| 混凝土搅拌车            | 188,790.45 | 11.92% | 127,899.32 | 10.49% | 159,044.27 | 8.56% |  |
| 散装水泥车             | 56,675.08  | 8.38%  | 35,190.70  | 6.51%  | 27,887.34  | 6.49% |  |
| 混凝土泵车             | 5,661.97   | 19.11% | 8,913.25   | 22.23% | 8,979.69   | 7.26% |  |
| 自卸车               | 7,739.37   | -3.41% | 4,897.43   | 6.02%  | 9,047.00   | 7.33% |  |

数据来源：公司资料，广发证券发展研究中心

### 专用车是中国卡车的发展方向

2009年，全国生产专用车187.4万辆，占当年载货车生产量的比例达到56%，比2000年提高了29%。我国专用汽车发展的速度在不断加快，专用化趋势越来越明显。但是，我国运输类专用汽车的市场份额仍低于发达国家专用汽车70%-80%的市场份额。据预测，“十二五”期间，我国货运专用汽车占全部载货汽车的比例将达到65%以上，接近发达国家水平。专用汽车市场需求量每年将以15%以上的速度持续递增。

欧美一些发达国家重型专用汽车的生产量和保有量占其总量的80%左右。之前我国专用汽车受公路条件和专用汽车底盘生产的限制，一直以中型车为主，重型专用汽车生产量的比例明显偏低。随着我国经济和交通环境的改善，各行业对专用汽车尤其是重型

专用汽车的需求越来越大，国产重型自卸车、散装水泥车、混凝土搅拌车、高空消防车、压缩时垃圾车、洒水车、市政用车、油田专用汽车等重型专用汽车在未来几年内仍将有大的发展。

对于公司而言，国家提出“提高水泥散装率、发展商品混凝土”及保护环境政策的逐步落实，必将推动混凝土机械行业的快速发展，公司产品将面临着更为广阔的市场需求。

| 表2: 2008年改装车行业产量情况 |           |      |       | 台      |      |
|--------------------|-----------|------|-------|--------|------|
| 混凝土搅拌车             |           |      | 散装水泥车 |        |      |
| 1                  | 星马汽车      | 4375 | 1     | 星马汽车   | 1093 |
| 2                  | 华东建筑机械厂   | 1383 | 2     | 新乡专用车厂 | 701  |
| 3                  | 福田雷沃重机    | 1330 | 3     | 洛阳中集凌宇 | 602  |
| 4                  | 中国重汽      | 1075 | 4     | 芜湖瑞江   | 573  |
| 5                  | 长沙建设机械研究院 | 1059 | 5     | 山东东岳   | 332  |
| 6                  | 芜湖瑞江      | 1039 | 6     | 南京天印   | 234  |
| 7                  | 洛阳中集凌宇    | 1000 | 7     | 湖北航天双龙 | 178  |
| 8                  | 辽宁还诺建设机械  | 985  | 8     | 安徽江淮扬天 | 153  |

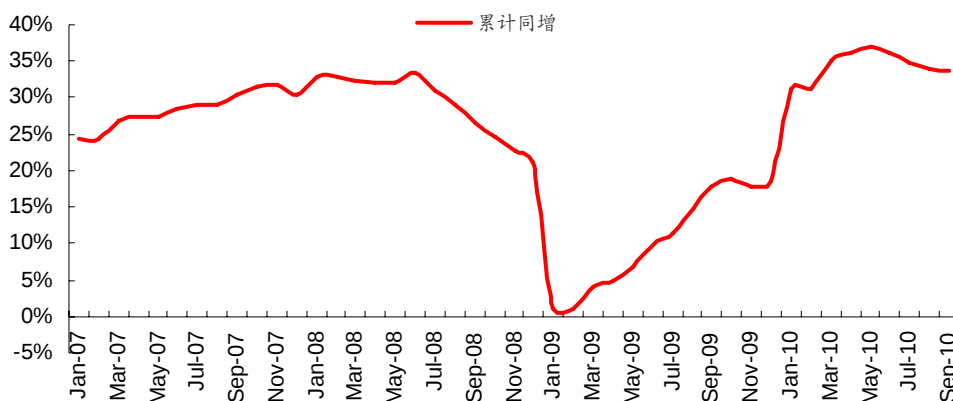
数据来源：《中国汽车工业年鉴》

### 保障房建设力度超出预期

混凝土搅拌车和水泥车是房地产开工的必备装备。住建部日前正在向各地发出《关于报送城镇保障性安居工程任务的通知》，这份通知明确提出，2011 年计划建设保障性安居工程任务是1000 万套，并要求各地方政府调整之前上报的“2009-2012 年三年保障性住房建设规划”和地方“十二五”保障性住房建设规划，12 月10 日为最后上报的截止日期。

市场对2011年保障房建设的预期是680万套，而本次住房建设部目标大幅超于原来预期。保障房的建设对混凝土的需求是毫无疑问的，而相关的装备制造也将会受到有力的拉动。以1000万套保障房数量进行计算，每套60平方米，一平方消耗0.2吨水泥进行计算，会额外带来1.2亿吨水泥的需求量。随着施工条件越来越严格，环保措施越来越严厉，水泥的运输和搅拌通过混凝土搅拌车实现的比重会越来越高。公司的几大产品混凝土搅拌车、散装水泥车等都有望在明后年面临着良好的发展形势。

图2：全国房地产开发投资情况



数据来源：广发证券发展研究中心

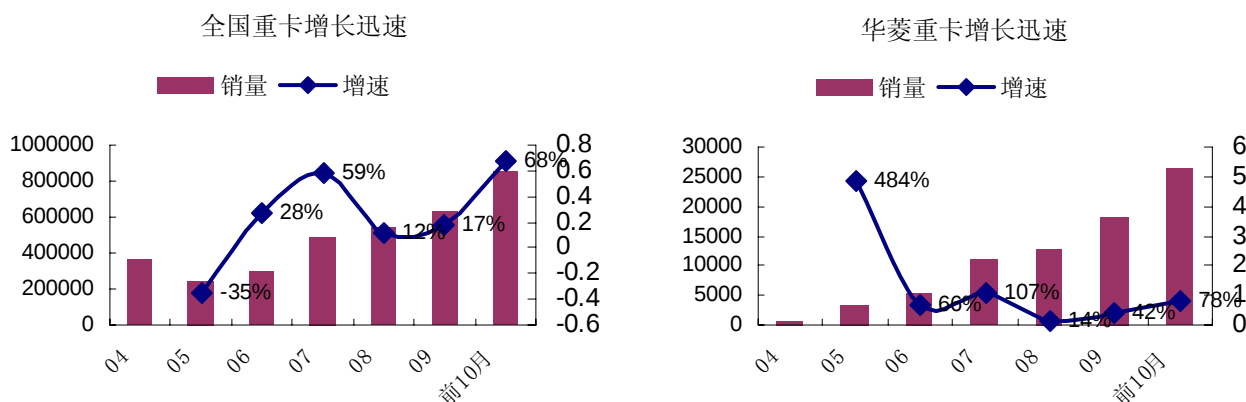
## 注入华菱，“马”踏“飞燕”

### 重卡优质资产

注入华菱汽车资产已经成为星马汽车最大的看点。华菱汽车近几年来在行业内一支独秀，增速有如飞翔的海燕。2004年至2009年华菱汽车年销量分别为560台、3,142台、5,129台、11,195台、11,079台、16,187台，预计2010年将突破3万台。

在中国重卡市场的版图上，前十位重卡企业占据了96.7%的市场份额。一汽、东风及重汽可以称作为第一梯队，销售规模超过10万辆。陕汽和福田是第二梯队，销售规模超过6万辆。而华菱、红岩、北奔及安徽江淮以及湖北三环，可以看做是第三梯队。华菱无疑是这一个梯队的佼佼者。近五年来，增速最快，复合增速高出行业平均水平约30个百分点。

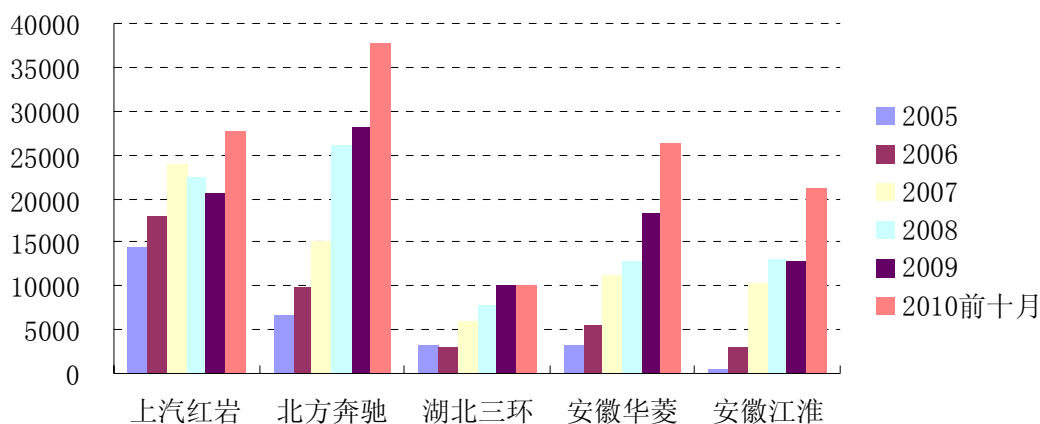
图3：中国重卡行业情况



数据来源：CAAM、广发证券发展研究中心

图4：中国重卡行业前十位中后5名销售情况

台



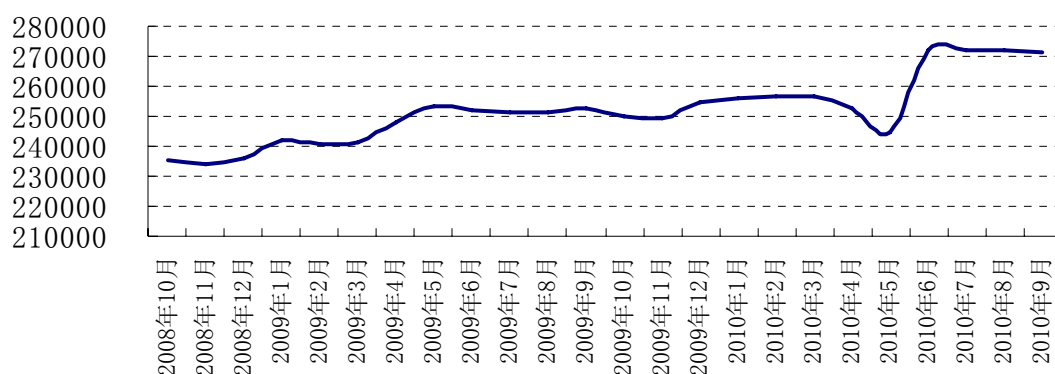
数据来源：CAAM、广发证券发展研究中心

华菱重卡自2004年投产时就定位于中高档重卡市场，整车技术性能配置介于国产重卡和奔驰、沃尔沃、曼等进口重型卡车之间，具备日本重卡节油、舒适等特点，符合东方审美取向和驾乘习惯，性价比较高。其价格一般要比同类型产品要高，盈利能力相对来说比较强。拿华菱和中国重汽作比较，2009年和2008年，前者毛利率要分别比后者高出1.35%和4.24%。

图5：中国重卡价格稳中有升

元

中国重卡价格走势



数据来源：CEIC、广发证券发展研究中心

### 业绩增长翻番

当前市场对华菱汽车业绩预测还是处于相对比较模糊。投行所做出的盈利预测报告几乎无任何参考意义（因为当时对重卡市场的预期是非常之悲观的，备考预测收入仅同比增24.6%，与实际不符）。我们则以一种机械但又谨慎的方法来对其业绩情况做出判断。我们判断2010年华菱汽车的实际净利润将达到约4.6亿元。按4.05亿的总股本计算，将增厚每股收益1.1元左右。

未来增长的看点：1，华菱归到星马名下后，管理协同效应还有较大的提升空间，从而提升业绩增速。2，华菱汽车产能一直处于紧张的状态，原有产能名义上单班只有1万台，而今年销量接近3万，产能处于严重的不足状态。公司新上的年产3万台项目预计明年可以开始投产（投资额约为12.5亿元，实际投入额度没有这样大）。只要行业明年不出现大的波动，公司产能释放出来后应该能够使得销量增速远远高于行业平均，我们预计明年华菱有望保持20%以上的增幅。

| 表3：华菱汽车盈利预测 |                  |                  | 元                |
|-------------|------------------|------------------|------------------|
| 项目          | 2008 年           | 2009 年           | 2010E            |
| 一、营业总收入     | 2,782,738,583.88 | 3,946,779,321.91 | 7,301,541,745.53 |
| 二、营业总成本     | 2,723,978,279.53 | 3,748,749,566.11 | 6,815,989,219.46 |
| 其中：营业成本     | 2,505,157,196.65 | 3,461,738,132.10 | 6,279,325,901.16 |
| 毛利率         | 9.98%            | 12.29%           | 14%              |
| 营业税金及附加     | 728,916.60       | 1,791,209.62     | 3,650,770.87     |
|             | 0.03%            | 0.05%            | 0.05%            |
| 销售费用        | 120,176,664.93   | 131,699,800.44   | 277,458,586.33   |
| 销售费用率       | 4.32%            | 3.34%            | 3.80%            |
| 管理费用        | 60,564,843.52    | 83,200,846.40    | 167,935,460.15   |
| 管理费用率       | 2.18%            | 2.11%            | 2.30%            |
| 财务费用        | 46,712,016.95    | 42,816,282.34    | 87,618,500.95    |
| 财务费用率       | 1.68%            | 1.08%            | 1.20%            |
| 三、营业利润      | 58,869,023.20    | 198,184,495.50   | 485,552,526.08   |
| 营业外收入       | 47,359,872.92    | 127,485,904.75   | 40,000,000.00    |
| 营业外支出       | 1,636,292.92     | 645,988.29       |                  |
| 四、利润总额      | 104,592,603.20   | 325,024,411.96   | 525,552,526.08   |
| 所得税费用       | 12,613,413.33    | 78,995,910.42    | 78,832,878.91    |
|             | 12.06%           | 24.30%           | 15%              |
| 五、净利润       | 91,979,189.87    | 246,028,501.54   | 446,719,647.17   |

数据来源：公司资料，广发证券发展研究中心

### 激励到位，同欲则刚

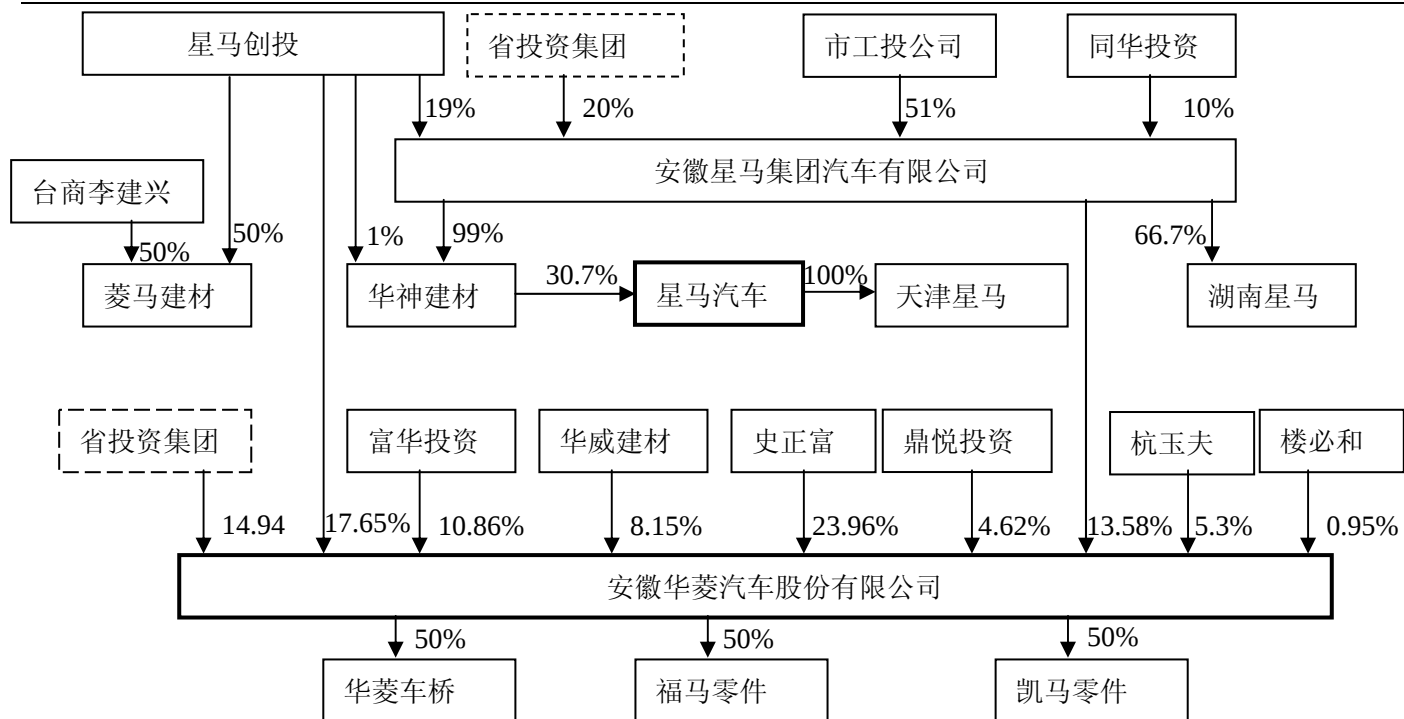
星马汽车和华菱汽车股权结构相对来说比较复杂。在现星马汽车里面，公司董事会、监事会及高级管理人员均不持有公司股份（仅副总经理金方放持有3100股）。一旦本次增发成功，则由142位高级管理人员和职工持有的星马创投将持有星马汽车19.75%的股权。这142人里面包括了几乎所有现星马汽车董事会、监事会和高级管理人员。新老股东利益、大小股东利益实现了史无前例的一体化。相信这将有力地保证公司上下同心同欲，为公司未来发展立下了坚强的组织保证。

表4：公司持股结构

| 姓名  | 职务        | 任职日期       | 持星马汽车股数 | 持星马创投股份（%） |
|-----|-----------|------------|---------|------------|
| 段超飞 | 总经理，副董事长  | 2004-4-30  | 0       | 3.73       |
| 沈伟良 | 法定代表人，董事长 | 2004-4-30  | 0       | 5.97       |
| 邱卫人 | 副总经理      | 2009-8-12  | 0       | 4.23       |
| 邵键  | 副总经理，董事   | 1999-12-10 | 0       | 3.72       |

数据来源：公司资料

图6: 星马汽车及华菱汽车股权结构



数据来源：公司资料，广发证券发展研究中心

资产负债表

单位：百万元

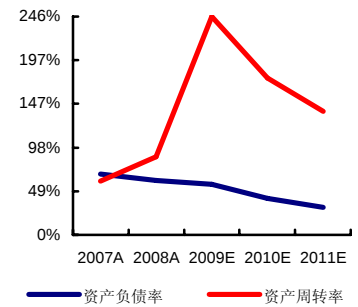
| 至 12 月 31 日    | 2008A        | 2009A        | 2010E        | 2011E        | 2012E        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>    | <b>1,148</b> | <b>1,290</b> | <b>1,644</b> | <b>2,244</b> | <b>2,907</b> |
| 货币资金           | 322          | 492          | 181          | 605          | 971          |
| 应收及预付          | 359          | 375          | 686          | 758          | 900          |
| 存货             | 466          | 423          | 777          | 881          | 1,037        |
| 其他流动资产         | 1            | 1            | 0            | 0            | 0            |
| <b>非流动资产</b>   | <b>434</b>   | <b>448</b>   | <b>432</b>   | <b>421</b>   | <b>408</b>   |
| 长期股权投资         | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 固定资产           | 366          | 384          | 376          | 367          | 356          |
| 在建工程           | 8            | 1            | 1            | 1            | 1            |
| 无形资产           | 31           | 31           | 29           | 27           | 25           |
| 其他长期资产         | 29           | 32           | 26           | 26           | 26           |
| <b>资产总计</b>    | <b>1,582</b> | <b>1,738</b> | <b>2,076</b> | <b>2,665</b> | <b>3,316</b> |
| <b>流动负债</b>    | <b>1,096</b> | <b>1,188</b> | <b>1,216</b> | <b>1,444</b> | <b>1,674</b> |
| 短期借款           | 646          | 310          | 0            | 0            | 0            |
| 应付及预收          | 409          | 878          | 1,216        | 1,444        | 1,674        |
| 其他流动负债         | 40           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>非流动负债</b>   | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     |
| 长期借款           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 应付债券           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他非流动负债        | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>负债合计</b>    | <b>1,096</b> | <b>1,188</b> | <b>1,216</b> | <b>1,444</b> | <b>1,674</b> |
| 股本             | 187          | 187          | 187          | 187          | 187          |
| 资本公积           | 152          | 152          | 152          | 152          | 152          |
| 留存收益           | 146          | 211          | 520          | 881          | 1,302        |
| 归属母公司股东权益      | 486          | 550          | 860          | 1,221        | 1,642        |
| 少数股东权益         | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>1,582</b> | <b>1,738</b> | <b>2,076</b> | <b>2,665</b> | <b>3,316</b> |

利润表

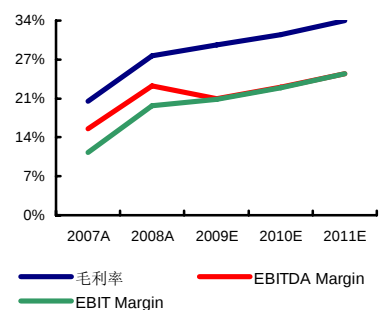
单位：百万元

| 至 12 月 31 日     | 2008A       | 2009A       | 2010E       | 2011E       | 2012E       |
|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>营业收入</b>     | <b>1877</b> | <b>2650</b> | <b>4239</b> | <b>4987</b> | <b>5795</b> |
| 营业成本            | 1687        | 2378        | 3704        | 4358        | 5065        |
| 营业税金及附加         | 1           | 7           | 8           | 10          | 12          |
| 销售费用            | 42          | 52          | 59          | 69          | 81          |
| 管理费用            | 63          | 63          | 66          | 77          | 90          |
| 财务费用            | 46          | 29          | 15          | 21          | 23          |
| 资产减值损失          | 3           | 19          | 0           | 0           | 0           |
| 公允价值变动收益        | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 投资净收益           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| <b>营业利润</b>     | <b>35</b>   | <b>104</b>  | <b>387</b>  | <b>451</b>  | <b>526</b>  |
| 营业外收入           | 1           | 1           |             |             |             |
| 营业外支出           | 0           | 0           |             |             |             |
| <b>利润总额</b>     | <b>35</b>   | <b>104</b>  | <b>387</b>  | <b>451</b>  | <b>526</b>  |
| 所得税             | 12          | 21          | 77          | 90          | 105         |
| <b>净利润</b>      | <b>23</b>   | <b>83</b>   | <b>310</b>  | <b>361</b>  | <b>421</b>  |
| 少数股东损益          | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>23</b>   | <b>83</b>   | <b>310</b>  | <b>361</b>  | <b>421</b>  |
| EBITDA          | 107         | 175         | 429         | 500         | 577         |
| EPS (元)         | 0.12        | 0.44        | 1.65        | 1.93        | 2.25        |

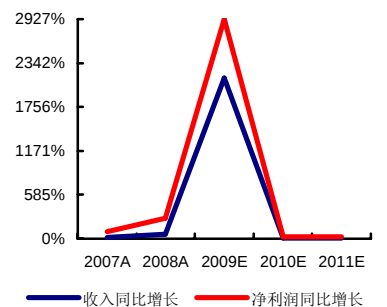
资产负债率趋势



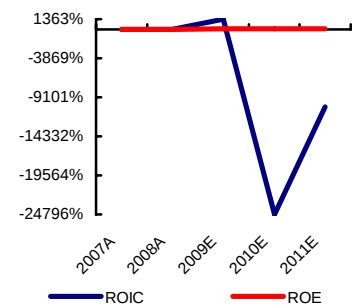
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

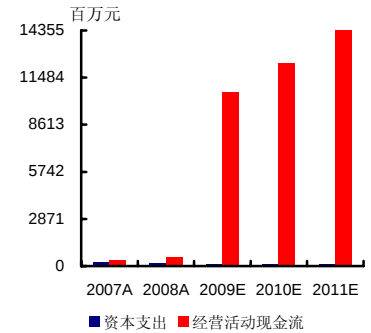
| 至 12 月 31 日    | 2008A      | 2009A       | 2010E       | 2011E      | 2012E      |
|----------------|------------|-------------|-------------|------------|------------|
| <b>经营活动现金流</b> | <b>16</b>  | <b>617</b>  | <b>23</b>   | <b>440</b> | <b>382</b> |
| 净利润            | 23         | 83          | 310         | 361        | 421        |
| 折旧摊销           | 24         | 24          | 26          | 28         | 28         |
| 营运资金变动         | -78        | 466         | -326        | 51         | -67        |
| 其它             | 48         | 44          | 13          | 0          | 0          |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-42</b> | <b>-22</b>  | <b>-16</b>  | <b>-16</b> | <b>-16</b> |
| 资本支出           | -50        | -23         | -16         | -16        | -16        |
| 投资变动           | -1         | -2          | 0           | 0          | 0          |
| 其他             | 9          | 3           | 0           | 0          | 0          |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>70</b>  | <b>-425</b> | <b>-318</b> | <b>0</b>   | <b>0</b>   |
| 银行借款           | 943        | 503         | -310        | 0          | 0          |
| 债券融资           | -803       | -879        | 0           | 0          | 0          |
| 股权融资           | 0          | 0           | 0           | 0          | 0          |
| 其他             | -70        | -49         | -8          | 0          | 0          |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>43</b>  | <b>169</b>  | <b>-311</b> | <b>424</b> | <b>366</b> |
| 期初现金余额         | 279        | 322         | 492         | 181        | 605        |
| 期末现金余额         | 322        | 492         | 181         | 605        | 971        |

主要财务比率

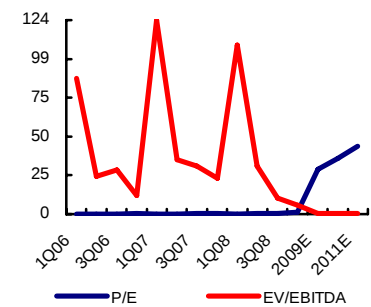
单位：%

| 至 12 月 31 日     | 2008A  | 2009A  | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 营业收入            | -11.4% | 41.2%  | 59.9%  | 17.7%  | 16.2%  |
| 营业利润            | -46.1% | 198.8% | 273.8% | 16.5%  | 16.7%  |
| 归属于母公司净利润       | -42.7% | 265.3% | 274.0% | 16.5%  | 16.7%  |
| <b>获利能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 毛利率             | 10.1%  | 10.3%  | 12.6%  | 12.6%  | 12.6%  |
| 净利率             | 1.2%   | 3.1%   | 7.3%   | 7.2%   | 7.3%   |
| ROE             | 4.7%   | 15.1%  | 36.0%  | 29.6%  | 25.6%  |
| ROIC            | 6.6%   | 35.2%  | 49.3%  | 64.1%  | 68.1%  |
| <b>偿债能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 资产负债率           | 69.3%  | 68.4%  | 58.6%  | 54.2%  | 50.5%  |
| 净负债比率           | 74.9%  | -33.0% | -21.1% | -49.5% | -59.1% |
| 流动比率            | 1.05   | 1.09   | 1.35   | 1.55   | 1.74   |
| 速动比率            | 0.55   | 0.71   | 0.64   | 0.88   | 1.05   |
| <b>营运能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 总资产周转率          | 1.17   | 1.60   | 2.22   | 2.10   | 1.94   |
| 应收账款周转率         | 6.88   | 10.99  | 9.16   | 9.70   | 9.51   |
| 存货周转率           | 3.91   | 5.35   | 4.77   | 4.95   | 4.89   |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |        |        |        |        |
| 每股收益            | 0.12   | 0.44   | 1.65   | 1.93   | 2.25   |
| 每股经营现金流         | 0.08   | 3.29   | 0.12   | 2.35   | 2.04   |
| 每股净资产           | 2.59   | 2.93   | 4.59   | 6.51   | 8.76   |
| <b>估值比率</b>     |        |        |        |        |        |
| P/E             | 32.9   | 33.7   | 14.7   | 12.6   | 10.8   |
| P/B             | 1.5    | 5.1    | 5.3    | 3.7    | 2.8    |
| EV/EBITDA       | 10.4   | 14.9   | 10.2   | 7.9    | 6.2    |

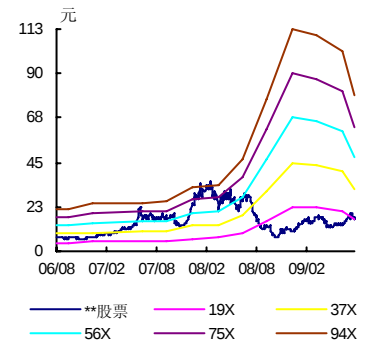
资本支出与经营活动现金流



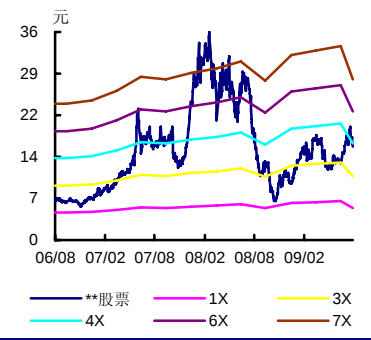
相对估值



PE BAND



PB BAND



## 广发汽车行业研究小组

杨华超，分析师，上海交通大学企业管理学博士，曾在上汽集团、德尔福、英格索兰、光大证券等公司任职，2010 年进入广发证券发展研究中心。

黎韦清，分析师，南开大学经济学硕士，2007 年进入广发证券发展研究中心。

汤俊，分析师，武汉理工大学管理学硕士，2007 年进入广发证券发展研究中心。

## 相关研究报告

## 广发证券—公司投资评级说明

|          |                                       |
|----------|---------------------------------------|
| 买入（Buy）  | 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。          |
| 持有（Hold） | 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。 |
| 卖出（Sell） | 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。          |

|      | 广州                          | 深圳                   | 北京                              | 上海                           |
|------|-----------------------------|----------------------|---------------------------------|------------------------------|
| 地址   | 广州市天河北路 183 号<br>大都会广场 36 楼 | 深圳市民田路华融大厦<br>2501 室 | 北京市月坛北街 2 号月坛大<br>厦 18 层 1808 室 | 上海市浦东南路 528 号<br>证券大厦北塔 17 楼 |
| 邮政编码 | 510075                      | 518026               | 100045                          | 200120                       |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn              |                      |                                 |                              |
| 服务热线 | 020-87555888-612            |                      |                                 |                              |

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

## 免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。